دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية

zeghib031299@yahoo.fr

د.مليكة زغيب أ.إلياس بوجعادة

كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير

جامعة 20أوت1955-سكيكدة- الجزائر

مقدمة:

تهدف القرارات المالية إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة. وتشمل هذه القرارات المالية كل من قرارات الاستثمار، قرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح. ويتأثر القرار المالي بطبيعة النظام المالي، بالإضافة إلى مجموعة من المتعاملين الاقتصاديين الذين يؤثرون بقراراتهم وسلوكياتهم على مستوى قرار التمويل بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، كالمسيرين والمساهمين والدائنين وكذلك الدولة.

وتعتبر الربحية والسيولة والمرونة من أهم خصائص الهيكل التمويلي المناسب الذي يضمن التوازن بين العائد والمخاطرة.

وتجدر الإشارة إلى أنّ صناعة القرار المالي من أهم المواضيع التي حظيت باهتمام متزايد من قبل الدارسين في مجال الإدارة المالية، ممّا أسفر عن ظهور مجموعة كبيرة من الدراسات.

و تهدف القرارات المالية إلى تمويل الاستثمارات مع تحقيق أقصى الأرباح و بالتالي تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

تستعرض هذه الورقة البحثية الأسس التي يجب أخذها بعين الاعتبار أثناء صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية،هذا بعد استعراض طبيعة القرارات المالية وخصائص الهيكل التمويلي المناسب.

أولا:القرارات المالية وخصائص الهيكل المالي المناسب:

يمكن أن يتأثر قرار التمويل بطبيعة النظام المالي، والذي يعطي تغيره المستمر تنوعا في الوسائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسة، وفي هذا الصدد تعتبر البورصة البيئة الرئيسية لمصادر التمويل المختلفة، وهذا يتوقف بطبيعة الحال على فعالية هذه السوق في الاقتصاد. ففي اقتصاد المديونية أين تهيمن البنوك بصفة تكاد تكون كليّة على تمويل الاقتصاد، قد لا يكون أمام المؤسسة أي خيار للتمويل، وبذلك تضطر إلى اللجوء

للبنوك لتغطية احتياجاتها التمويلية. ويفترض أنّه كلمّا تعددت مصادر التمويل كلمّا تيسرت شروط الحصول عليها.

ومن جهة أخرى هناك مجموعة من المتعاملين الاقتصاديين الذي يؤثرون بقراراتهم وسلوكياتهم على مستوى قرار التمويل بطريقة مباشرة أو غير مباشرة كالمسيرين والمساهمين والدائنين وكذلك الدولة، وبالتالي يجب تحديد الهيكل المالي الملائم الذي يضمن للمؤسسة تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة. ولتحقيق هذا التوازن يجب تحديد الهيكل التمويلي المناسب لكل مؤسسة بما يؤدي إلى الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة.

1-طبيعة القرارات المالية: تهدف القرارات المالية إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة ، فالتوليف الجيد بين قرارات الاستثمار والتمويل وتوزيع الأرباح يساهم في تحقيق أهداف الوظيفة المالية. وترتبط القرارات السابقة مع بعضها البعض ارتباطا وثيقا.

فقرار الاستثمار هو القرار الذي يهدف إلى تحديد مبلغ الأموال التي ستستثمر، وكذا اختيار نوع الأصول التي تكون موضوع هذه الاستثمارات. ويترتب عن قرار الاستثمار أخطار على المؤسسة، بسبب أنّ الآثار والنتائج المستقبلية للمشاريع الاستثمارية لا تكون معروفة بدقة (اللاأكادة).

أمّا فيما يخص قرار التمويل، فهو يبحث في الكيفية التي تتحصل بها المؤسسة على الأموال الضرورية للاستثمارات. فهل يجب عليها إصدار أسهم جديدة أو اللجوء إلى الاستدانة. هذا القرار مرتبط ارتباطا وثيقا بقرار الاستثمار لأنّه ستكون هناك مقارنة بين معدل مرد ودية المشروع الاستثماري وتكلفة تمويله. وبما أنّ الموارد المالية للمؤسسة محدودة، فيجب عليها أن تختار المشاريع الاستثمارية التي تضمن لها مرد ودية مرتفعة مع تكلفة منخفضة وتقلص من أخطار الإفلاس.

ويتعلق قرار توزيع الأرباح بالجزء من الأرباح الذي سيوزع على المساهمين، والجزء الذي سيعاد استثماره، هذا القرار ينتج عن القرارين السابقين، فكلّما كان قرار الاستثمار وقرار التمويل جيدان، كلمّا أمكن للمؤسسة توقع ارتفاع أرباحها بانتظام[i].

إنّ التمويل الداخلي عادة لا يكفي لتغطية الاحتياجات التمويلية للمؤسسة ، لذلك فإنّ التمويل الخارجي عامل أساسي وحيوي في بقاء واستمرار المؤسسة، لأنّه يسمح لها -بما لا يدع مجالا للشك- بالاستفادة من الفرص الاستثمارية التي تتاح لها في أي وقت.

وتجدر الإشارة إلى أنّ التمويل الخارجي يمكن أن يتخذ شكلان: تمويل مباشر وتمويل غير مباشر يتغير حسب طبيعة النظام المالي الذي تنشط فيه المؤسسة. كما أنّ مالية المؤسسة تتطور من خلال دورتين: التمويل المباشر والتمويل غير المباشر، واللذان يكملان بعضهما البعض من أجل توفير مساحة اختيار للمؤسسة فيما يخص التـــمويل والتوظـــيف. فالمؤسسة لا يمكنها أن تتخلى عن الخدمات التي تقدمها البنوك، كما أنها لا يجب أن تضيع فرصة للتمويل على مستوى السوق المالي بتكاليف منخفضة.

2-سمات الهيكل المالي المناسب:لتحقيق التوازن المناسب بين العائد والمخاطرة، يجب تحديد الهيكل التمويلي المناسب لكل مؤسسة، والذي من شأنه أن يؤدي إلى الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بما يؤدي إلى تحقيق النمو والتوسع المستمر من خلال:

- تغطية الاحتياجات المالية بأقل التكاليف.
- تخفيض المخاطر المالية.
- تحقيق معدلات عائد متزايدة على الأموال المستثمرة.

ممّا سبق يمكننا تحديد أهم خصائص الهيكل التمويلي المناسب كما يلي[ii]:

- الربحية، بمعنى أن يكون هيكل التمويل من العوامل المساعدة على تحقيق المزيد من الأرباح من خلال التوسع في استخدام الديون، على أن يكون ذلك بأقل تكلفة ممكنة للحدّ من الآثار السلبية للمخاطر المالية.
- السيولة، وتعني أن لا يتم الإفراط في الاعتماد على الديون إلى الحدّ الذي يعرض المؤسسة للعسر المالي سواء الفني أو الحقيقي.
- المرونة، ويعني ذلك أنّه ينبغي على الهيكل التمويلي أن يتميز بالقدرة على تعديل مصادر الأموال. أي أنّه يتيح للمؤسسة القدرة على التصرف في المواقف المتغيرة والتكيف معها، مع مراعاة الحصول على الاحتياجات المالية بأقل تكلفة.
- الرقابة، بمعنى أن يحتوي هيكل التمويل على أفضل الشروط المالية التي تحدّ من المخاطر المالية ومن درجة الرقابة التي يفرضها المقرضون على أعمال المؤسسة، أي خطر فقدان السيطرة على إدارة المؤسسة.
- التحفظ، أي المحافظة على المؤسسة من الانهيار أو الارتباك المالي، بحيث لا ينبغي الاقتصار على تدعيم القدرة على الاقتراض فحسب، بل يمتد إلى العمل على توليد تدفقات النقدية التي من خلالها يتم الوفاء بالتزامات هدا الاقتراض.

وتجدر الإشارة إلى أنّه يمكن أن تزداد الأهمية النسبية لأحد العناصر السابقة فيه عن البعض الآخر، وذلك وفقا للظروف المتغيرة. لذلك لا يوجد هيكلا تمويليا نموذجيا صالحا لجميع المؤسسات، أو لمؤسسة طوال فترة حياتها، بل ينبغي أن يكون هذا الهيكل مرنا ومتغيرا حتى يسهل تكيّفه مع أي ظرف يطرأ على المؤسسة ومحيطها.

ثانيا: أسس اختيار وسائل التمويل:

قبل اعتماد أي معيار من المعايير المستخدمة في المفاضلة بين وسائل التمويل، لا بد أن نقوم أولا بتحديد الأموال اللازمة من خلال استعراض الهيكل المالي الذي ينطوي على كل أنواع التمويل. فقد تكون الاحتياجات التمويلية موسمية ومؤقتة، كما قد تكون هذه الاحتياجات كبيرة ولمدة طويلة. وبالتالي، فالخطوة الرئيسية في عملية التمويل هي معرفة الأموال اللازمة، وكذا الفترة الزمنية التي ستحتاج خلالها المؤسسة إلى هذه الأموال. أي أنّه من المهم جدا أن تكون مصادر التمويل المستخدمة ملائمة لطبيعة الأصول التي ستقوم هذه المصادر بتمويلها.

وقد تلجأ المؤسسة إلى طرق التمويل المباشر لتغطية احتياجاتها بدافع تكاليف التمويل، وذلك بهدف الوصول إلى المزيج التمويلي الأمثل، أي تحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة وأقل مخاطر ممكنة. ومن الضروري اختيار مختلف مصادر التمويل بالنظر إلى هيكل المحيط المالي نتيجة تغيره باستمرار. فاحتياج التمويل الناشئ عن عملية استثمار له خصائص مميزة حسب وقت العملية أو حسب طبيعة الاستثمار. وعليه، فتغطية احتياج التمويل لا يعالج بنفس الطريقة إذا كان الأمر يتعلق بانطلاق المؤسسة أو باستثمار في الخارج، كما تختلف هذه التغطية إذا كانت هناك صعوبات مالية تهدد بقاء المؤسسة، أو أنّ التمويل يتعلق بالبحث والتطوير، فكل وضع من الأوضاع السابقة يحتاج إلى تمويل معيّن، وهذا بالنظر إلى مساعدات الدولة[iii].

وتعتمد المؤسسة أثناء المفاضلة بين مصادر التمويل على العديد من المؤشرات والاعتبارات التي تؤثر على هذا القرار. ففي بعض الحالات قد يكون المصدر التمويلي المستخدم هو المصدر الوحيد المتاح.

وتتأثر المؤسسة بمجموعة من العوامل أهمها: تكلفة الاقتراض، حجم المؤسسة، طبيعة النشاط درجة المخاطرة والربحية... وفيما يلي عرض لأهم العوامل المؤثرة على صناعة قرار التمويل

1-تكلفة الاقتراض: تعتبر تكلفة الاقتراض من أهم المحددات المعتمدة في اختيار وسيلة التمويل، وترتبط بعدة عوامل كطبيعة التمويل وحالة السوق ومدة القرض، هذا من جهة. ومن جهة أخرى، فإن ضعف المقدرة على التفاوض مع الوسطاء الماليين يرفع من تكلفة القروض البنكية، وهذا كلما كانت المؤسسات صغيرة.

ويرى "شندلر" (Chandler) بأنّ لتكلفة الاقتراض تأثير على نسبة القروض بالهيكل المالي للمؤسسة، حيث أنّه كلمّا زادت هذه التكلفة عن معدل العائد على الاستثمار، كلمّا أدى ذلك إلى التقليص من الاقتراض[iv]. وهو الأمر الذي أكدته دراسة "تاجارت" (TAGGART) التي أشارت إلى أنّ تكلفة الاقتراض تكوّن محددا أساسيا لنسبة الاقتراض بالهيكل التمويلي[v].

أمّا دراسة هندي، فقد استبعدت تكلفة الاقتراض من جملة المتغيرات المستقلة عند استخدام أسلوب الانحدار التدريجي بسبب عدم تفسيره للمتغير التابع (نسبة الاقتراض) بشكل ذي دلالة إحصائية[vi]. وقد أثبتت دراسة هندي وحنفي عكس ذلك، أي وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاقتراض في الصناعة ونسبة الاقتراض بالهيكل المالي[vii].

وقد تلجأ الدولة إلى تقديم بعض الإعفاءات الضريبية لتشجيع الاستثمار، وما يترتب عن ذلك من عدم الاعتماد على القروض أو المصادر الخارجية الأخرى. كما أنّ سياسة المؤسسة فيما يتعلق بتكوين المخصصات وحجز جزء من الأرباح قد يؤدي إلى عدم الاعتماد كليا على المصادر الخارجية[viii]. ويمكن أن تتدعم هذه الحجة إذا كانت المؤسسة تعاني من مشكلات خاصة بالسيولة النقدية، لأنّ درجة سيولتها النقدية تعدّ من العوامل المؤثرة على قرار التمويل.

وتجدر الإشارة إلى أنّ البحث عن الاستقلالية المالية تحدّ من اللجوء إلى الاقتراض. وتحدّد قدرة استدانة المؤسسة بنسب الهيكل وقدرة التسديد. فإذا كانت هذه النسب ضعيفة، فإنّه على المؤسسة أن تبحث عن مصدر آخر دون القروض، وتحدّد حصة الديون التي يجب أن تكون ضمن مجموع الموارد عدة عوامل منها:

- البحث عن الأمان بالتقليص من المخاطر المرتبطة بعدم تسديد أقساط الديون،
- الاستقلالية اتجاه الدائنين،
- ضرورة تطور المؤسسة والذي يجعل من الضروري اللجوء إلى الديون لتمويل الاستثمارات المتاحة أمامها. غير أنّ هذا الإجراء من شأنه أن يزيد من تكلفة الوكالة، وبالتالي ارتفاع تكلفة الأموال المقترضة،
- هدف المرودية والذي يوجه بدوره خيار التمويل، لأنّه يمكن أن يكون مناسبا أو غير مناسب. والاقتراض يجب أن يراعى فيه:

• معدل الفائدة الذي يزيد أو يقل عن معدل مرد ودية الاستثمارات المحققة،
• طبيعة الأموال المقترضة وإمكانية تحويلها إلى أسهم إذا كانت في شكل سندات مثلا (أو سندات قابلة للاستدعاء)، ممّا يخفّض من تكلفة الوكالة، وبالتالي تكلفة الاقتراض،
• العلاقة الطردية بين فترة الاستحقاق والمخاطر المترتبة عن الأموال المقترضة (مع ثبات العوامل الأخرى).

ويوجد لكل مؤسسة حجم أقصى للاستدانة والذي بعده تصبح الأخطار كبيرة، وعلى ذلك يصبح التوازن المالي للمؤسسة مهدد بسبب أي ظرف أو حادث تتعرض له.

2-المردودية:إن المر دودية التي تدرس هنا هي مرد ودية الأصول، والتي تسمى أيضا المر دودية الاقتصادية. ويرجع الإطار النظري الذي يضع العلاقة بين معدل الاستدانة ومر دودية الأصول إلى نظرية التمويل حسب ترتيب أفضلية مصادر التمويل. حيث يقول "مايرز" أن المؤسسات تفضل التمويل الداخلي على الديون أو الأسهم إذا كانت الموارد الداخلية تسمح بذلك (تمويل ذاتي). ويمكننا أن نقول أنه كلما كانت المؤسسة ذات مرد ودية، كلما قلّ لجوءها إلى الديون. لأنه إذا افترضنا ثبات احتياجات المؤسسة، فإن مرد ودية مرتفعة لأصولها تعني أيضا قدرة عالية لخلق موارد داخلية، وبالتالي لجوء أقل إلى الديون.

وحسب "مايرز وماجلوف"[(ix)] (MYERS & MAJLUF)، فإنّ المؤسسات التي تمتلك تمويل ذاتي كبير هي الأقل استدانة. وعليه، فالتمويل الذاتي يكون كبيرا كلما كانت المر دودية مرتفعة، وهذا يعني أن معدل الاستدانة تابعا متناقصا للمر دودية، هذا من جهة. ومن جهة أخرى، إذا اعتبرنا أن المر دودية المرتفعة هي ضمان للسلامة المالية، يمكننا أن نعتقد بأن اللجوء إلى الديون يكون أسهل كلما كانت المر دودية مرتفعة.

ولقد أشارت دراسة "تتمان وويسلز" (TITMAN & WESSELS) إلى أنّه بسبب ارتفاع تكلفة الوكالة التي تصاحب إصدار أسهم جديدة، فإنّ الأرباح المحتجزة تصبح أكثر جاذبية كمصدر للتمويل، تليها القروض بسبب الوفورات الضريبية ثمّ إصدار أسهم جديدة. وعليه من المتوقع أن تتجه المؤسسة التي تتمتع بارتفاع في معدل مرد وديتها وتتوفر على فرصة احتجاز الأرباح إلى الاعتماد على القروض بدرجة أقل[(x)].وفي نفس السياق، أكدّت دراسة "مارش" (Marsh) وجود علاقة عكسية بين مرد ودية المؤسسة

ونسبة الاقتراض، لأنّ زيادة مستوى المر دودية عادة ما يرتبط بزيادة مخاطر التشغيل أو زيادة نسبة الأرباح المحتجزة، ممّا يقلّل من اعتماد المؤسسة على القروض(xi).

أمّا دراسة هندي، فقد كشفت عن وجود علاقة طردية بين مرد ودية المؤسسة ونسبة الاقتراض بالهيكل المالي بسبب أنّ احتجاز الأرباح في القطاع العام في مصر يخضع لبعض القوانين. فليس لشركات هذا القطاع حرية التصرف في الأرباح، وبغض النظر عن مستوى الأرباح، فإنّ نوعية الأموال التي تستخدمها مؤسسات القطاع العام في تمويل استثماراتها تتحدد بناء على هيئة القطاع الذي تتبعه(xii).

كما تشير نتائج الدراسة التي قام بها عبد الرحمن محمد إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين مرد ودية المؤسسة ونسبة القروض الخارجية، بحيث أنّ الشركات التي اعتمدت أكثر من غيرها من القروض حققت أرباحا منخفضة ربّما بسبب الأعباء المالية التي تنتج عن الاقتراض. وفي نفس الوقت أشارت نتائج الدراسة إلى أنّ مصادر التمويل الذاتية لا تلعب دورا جوهريا في تحديد مرد ودية شركات الغزل والنسيج العمومية بجمهورية مصر العربية(xiii).

وتؤيد نتائج دراسة عبد الرحمن باشيخ وآخرون الدراسة السابقة، حيث كشفت نتائجها عن وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين مرد ودية المؤسسة ونسبة الاقتراض(xiv). كما أنّ نتائج دراسة حمدي قادوس وعبد الهادي محسب تؤكد بدورها على وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين مرد ودية المؤسسة ونسبة الاقتراض. فقد أشارت نتائج الدراسة أنّ الشركات الرابحة دائما كانت تعتمد على مصادر التمويل الداخلية بدرجة أكبر، حيث بلغت نسبة التمويل الذاتي إلى إجمالي مصادر التمويل 51% في المتوسط لهذه الشركات. كما بلغت هذه النسبة 40,6% في المتوسط للشركات الرابحة غالبا (أقل اعتمادا على مصادر التمويل الداخلية)، في حين بلغت النسبة ذاتها 26,3% في المتوسط لمجموعة الشركات متوسطة

الربحية (أكثر اعتمادا على المصادر الخارجية)، بينما بلغت نسبة التمويل الذاتي إلى إجمالي مصادر التمويل 72,4% في المتوسط للشركات الخاسرة[xv].

3- حجم المؤسسة: إنً اختلاف أحجام المؤسسات سيغيَر من مقدرة البعض منها على الاقتراض من عدمه،فالمؤسسات ذات الأحجام الكبيرة التي عادة ما يتسم نشاطها بقدر من التنويع،تتعرض لمخاطر الإخفاق بدرجة أقل،و سيكون لديها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة.و على العكس من ذلك،فإنَ المؤسسات ذات الأحجام الصغيرة يرتكز نشاطها في منتج أو منتجين ممًا يحرمها من عملية الاقتراض خوفا من التعرض إلى مخاط العجز المال و خروجها من السوق،و بهذا فإنً حجم المؤسسة يلعب دورا كبيرا في مقدرة المؤسسة على الاقتراض أو الاعتماد على التمويل الذاتي أو إصدار أسهم جديدة.

تشير بعض الدراسات إلى وجود علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ومخاطر الإفلاس، وهو سبب آخر للعلاقة الطردية بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض. فالمؤسسات الكبيرة عادة ما يتسم نشاطها بقدر من التنويع مما يجعلها أقل عرضة لتلك المخاطر، ويدفعها لزيادة نسبة الأموال المقترضة إلى إجمالي هيكل رأس المال. في حين يرى البعض أنّ الوضع مختلف بالنسبة للمؤسسات الصغيرة التي تعتمد بدرجة أكبر على القروض في تمويلها، نظرا لارتفاع تكاليف إصدار الأسهم والسندات[xvi]. وإضافة إلى ذلك عدم إمكانية المؤسسات الصغيرة الدخول إلى البورصة نظرا للشروط التي تفرضها هذه السوق على المؤسسات التي ترغب في الدخول إليها.

ومن جهته أشار "مارش" (Marsh) في دراسته إلى ميل المؤسسات كبيرة الحجم إلى زيادة نسبة الاقتراض طويل الأجل، فالحجم يظهر ضمن العوامل التي لها أثر على نسبة الاستدانة، وهو السبب الذي يجعل المؤسسات الصغيرة تتجه أكثر إلى الاقتراض قصير الأجل[xvii]. ولعلّ السبب في ذلك يرجع إلى كون

المؤسسات كبيرة الحجم لها قدرة أكبر على الوفاء بالتزاماتها. كما أنّها تستطيع الاقتراض بمعدل فائدة أقل، ممّا يجعلها تقدم على استخدام القروض بدرجة أكبر من المؤسسات صغيرة الحجم. كما أكّد هذه النتائج كل من "تيتمان وويسلز" (Titman & Wessels)، حيث وجدا أنّ تكلفة إصدار الديون والأموال الخاصة تتعلق بحجم المؤسسة، وأنّ المؤسسة الصغيرة تحاول أكثر استعمال الديون قصيرة الأجل من المؤسسة الكبيرة بسبب التكلفة الثابتة المرتفعة لهذا البديل[(xviii)].

كما كشفت نتائج الدراسة التي قام بها "هندي وحنفي" عن وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض، وهو ما يتفق مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة بشكل قد يعني أنّ متخذ القرار يعتقد في إمكانية المؤسسات كبيرة الحجم في الاقتراض بشروط أكثر تيسير من المؤسسات صغيرة الحجم[(xix)].

وعلى العكس من ذلك، فقد أظهرت دراسة "بومفرت وشابيرو" (Pomfert & Shapiro) عدم جود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض، ممّا يعني أنّ حجم المؤسسة لا يشكّل متغيرا جوهريا لنسبة الاقتراض داخل الهيكل المالي[(xx)].

وفي نفس الإطار خلصت دراسة هندي إلى عدم وجود علاقة بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض[(xxi)].

بالرغم من أن أثر حجم المؤسسة لم يبيّن في إطار نموذج نظري خاص، فإن الفرضية المقبولة عادة، هي أن المؤسسات الكبيرة الحجم لها سهولة أكثر للدخول إلى السوق المالي. وبواسطة قدرتها على التفاوض، فهي تستفيد من شروط أكثر يسرا من المؤسسات الصغيرة. وعليه يمكننا الاعتقاد بأن المؤسسات الكبيرة أكثر استدانة من المؤسسات الصغيرة.

4-هيكل الأصول: لقد كشفت نتائج بعض الدراسات عن وجود علاقة عكسية بين نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول ونسبة الاقتراض. فكلمّا زادت نسبة الأصول الثابتة في هيكل الأصول، كلمّا زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة(xxii)، وهي نفس النتيجة التي توصل إليها "مارش" (Marsh)، حيث كشفت دراسته أنّ تمويل المقرضين للأصول الثابتة سوف يعرضهم لمخاطر أكبر بسبب الانخفاض الكبير الذي تتعرض له قيمة تلك الأصول في حالة التصفية(xxiii). كما أمدت دراسة كل من "بيفان ودنبولت" (Bevan & danbolt) على أن المؤسسات التي تنخفض فيها نسبة الأصول الثابتة تميل إلى الاستدانة أكثر من غيرها من المؤسسات(xxiv).

بينما تشير نتائج عدة دراسات إلى أنّ المؤسسة التي تحتوي على نسبة مرتفعة من الأصول الثابتة تميل بقدر كبير إلى استخدام القروض طويلة الأجل ضمن هيكلها المالي وهذا طبقا لمبدأ التغطية في التمويل، والذي ينص على ضرورة تمويل الأصول الثابتة بالموارد الدائمة. لذلك فمن المتوقع أن يتبع ارتفاع نسبة الأصول الثابتة في هيكل الأصول ارتفاع نسبة الاقتراض. وقد كشفت دراسة "هندي" عن وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول ونسبة الاقتراض، وقد فسّر هندي هذه النتائج بناء على أنّ بسط ومقام المتغير التابع (الأموال الدائمة سواء كانت قروضا أو أموال خاصة)، يمثلان مصادر تمويل طويلة الأجل يمكن أن تستخدم في تمويل الأصول الثابتة وفقا لمبدأ لتغطية. ومن هنا فليس هناك مانع لتمويل الأصول الثابتة بالقروض طويلة الأجل، وهو الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع نسبة القروض طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (المتغير التابع).

كما يمكن تفسير النتيجة السابقة حسب قرار تمويل الأصول الثابتة الذي تقرّه الهيئة العامة للقطاع، بحيث أنّ استخدام القروض طويلة الأجل أو الأموال الخاصة لا يظهر تأثيره جليا على شركات القطاع العام، على اعتبار أنّ الأموال المتأتية من المصدرين غالبا ما تكون أموال الحكومة(xxv).

5-نوعية الصناعة: تجد نوعية الصناعة تبريرها في أن المؤسسات التي تقوم بنفس النشاط تواجه نفس المحيط الاقتصادي (المنافسة)، والتكنولوجي (تكاليف، تقادم العتاد...). وعليه، يمكننا القول بأن المؤسسات التي تنتمي لنفس القطاع لها مستويات استدانة متقاربة، في حين تختلف هذه المعدلات ما بين القطاعات(xxvi).

وقد قام العديد من الدارسين باختبار تأثير نوعية الصناعة على نسبة الاقتراض، وحاولوا معرفة ما إذا كانت نسبة الاستدانة تختلف حسب القطاعات. فقد أكدت دراسة "فيري وجونز" (Ferri & Jones) أنّ طبيعة الصناعة تعدّ محدّدا أساسيا لهيكل الأصول وبالتالي الهيكل المالي. وكشفت نتائج هذه الدراسة على أنّ نسبة الأموال الخاصة في الصناعات الثقيلة كانت أكبر من مثيلتها في الصناعات الخفيفة(xxvii). وقد برّر الباحثان نتائج دراستهما كون المؤسسات التابعة لنفس الصناعة ستواجه نفس مخاطر الأعمال بسبب إنتاجها منتجات متشابهة وتتحمل نفس التكاليف تقريبا بالنسبة للمواد الخام والعمالة الماهرة، وكذلك تعتمد على نفس التكنولوجيا. وبعد الاختيار توصلا إلى أنّ لنوعية الصناعة أثرا على نسبة القروض بالمؤسسة، ولكن ليس بطريقة مباشرة، حيث تؤثر نوعية الصناعة على تشكيلة أصول المؤسسة وبالتالي على الهيكل المالي بالمؤسسة. وقد أيدت دراسة "هندي" النتائج التي توصل إليها "فيري وجونز" و"مارش"، حيث كشفت عن انخفاض نسبة الاقتراض في المؤسسات كثيفة العمالة، وارتفاعها في المؤسسات كثيفة رأس المال(xxviii).كما كشفت دراسة "سيد الهواري" عن اختلاف أنماط هيكل رأس المال بين قطاعات النشاط

الاقتصادي في شركات القطاع العام في مصر، حيث أوضحت الدراسة أنّ نسبة الاقتراض كانت كما يلي: 60% في قطاع الصناعة، 87% في القطاع التجاري و72% في قطاع الخدمات و62% في قطاع الزراعة(xxix).

6-معدل نمو المؤسسة: تلعب فرص النمو بالمؤسسة دورا هاما عندما تسمح هذه الفرص بتغيير الاستدانة الحالية للمؤسسة والتحكم بها مستقبلا. وقد اختبر هذا الفرض في أغلب الأحيان بنجاح. في حين تمارس المر دودية أثرا غامضا: فهي تحسن القدرة على الاستدانة، وفي نفس الوقت تقلل من اللجوء إلى الديون. ويظهر النمو عادة كمتغير يشرح المستوى المرتفع للديون، فكلما كان النمو مرتفعا، كلما كانت احتياجات التمويل كبيرة(xxx).

وتشير العديد من الدراسات إلى أنّ معدل نمو المؤسسة يؤثر على نسبة الاقتراض بالهيكل المالي على اعتبار أنّ ارتفاع معدل النمو من شأنه أن يزيد من قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المستقبلية. وتفسير ذلك أنّ معدل نمو المؤسسة عادة ما يقاس بحجم المبيعات، بحيث أنّ زيادة المبيعات يساهم بشكل كبير في زيادة قدرة المؤسسة على خدمة الدين، وبالتالي زيادة فرص الحصول على المزيد من القروض. كما يمكن أن يقاس معدل نمو المؤسسة بمعدل نمو الأرباح. هذا الأخير يمثل المحدد الرئيسي للأموال الداخلية بالمؤسسة، حيث سيتيح ذلك الفرصة للمؤسسة للحصول على أموال داخلية أكثر. فكلما زادت نسبة الأرباح المحتجزة، كلّما قلّ اللجوء إلى الاقتراض.

غير أنّ دراسة "تتمان وويسلز" (Titman & Wessels) كشفت عن وجود علاقة عكسية بين معدل نمو المؤسسة ونسبة القروض طويلة الأجل(xxxi).وقد أيد "هندي وحنفي" نتيجة الدراسة السابقة بنفي وجود علاقة بين معدل نمو المؤسسة ونسبة الاقتراض(xxxii).

7-الوفورات الضريبية البديلة:هي المنافع التي تحققها المؤسسة من غير الفوائد،حيث أنَ المؤسسات ذات الوفورات الضريبية المرتفعة مقارنة مع دخلها،تلجأ إلى الاقتراض بشكل قليل مقارنة مع المؤسسات المشابهة،و أنً قرار التمويل للمؤسسة يعتمد على مقدار الوفورات الضريبية،حيث أنً عملية قيام المؤسسة بالاقتراض لتمويل استثماراتها له فوائده الضريبية مقارنة مع قيام المؤسسة بإصدار أسهم جديدة لتمويل هذه الاستثمارات وذلك لطرح الفوائد على القروض من دخل المؤسسة قبل الفوائد.

و تكمن الميزة الرئيسة للاستدانة في الوفورات الضريبية التي توفرها. وقد بيّن كلا من "دي أنجلو وماسيليس" بأن للمؤسسة وسائل أخرى للاستفادة من الوفورات الضريبية، وأن اللجوء إلى الاقتراض ليس إيجابيا إلا في الوقت الذي تكون فيه جميع البدائل الأخرى للاستدانة فيما يخص التخفيض الضريبي قد استنفدت.

وقد كشفت نتائج العديد من الدراسات عن احتمال تأثير الوفورات الضريبية الناتجة عن أعباء غير أعباء القروض على نسبة الاقتراض بالهيكل المالي، كالوفورات الضريبية لأقساط الاهتلاك والإعفاءات الضريبية المقدمة بغرض تشجيع الاستثمار. و قد أيدت دراسة "دي أنجلو وماسيليس"ذلك (De Angelo & Masulis) فهي ترى بأنّه كلمّا توفرت للمؤسسة فرصة لتحقيق وفورات ضريبية من غير أعباء القروض، كلمّا توقع أن تنخفض نسبة الاقتراض في هياكلها المالية[xxxiii].

ومن جهة أخرى أشارت دراسة "تتمان وويسلز" (Titman & Wessels) إلى وجود علاقة عكسية ليست ذات دلالة إحصائية بين الوفورات الضريبية ونسبة الاقتراض من خلال قياس المتغير الأوّل بمجموع أقساط الاهتلاك والإعفاءات الضريبية[xxxiv].

9-مخاطر التشغيل: يميل خطر نشاط المؤسسة إلى تحديد لجوءها للاقتراض، وهذا بسبب أنه عند مستوى استدانة معين، فإن خطر العجز يزيد من تذبذب التدفقات الناتجة عن الاستغلال.

وقد أكدت "باردوس" (Bardos)(xxxv) على أنّ المؤسسات الصغيرة هي الأكثر هشاشة على الصعيد المالي. فخطر العجز الذي يمكن أن يؤدي إلى عدم تسديد القروض يكون أكثر ارتفاعا بها. هذه الهشاشة لا تفسر لوحدها بأن المؤسسات الصغيرة تدفع القرض بأكثر التكاليف، لأنه بمخاطر متساوية، فإن تكلفة القروض تكون أكبر كلما صغر حجم المؤسسة.

في حين أوضحت العديد من الدراسات تأثر نسبة الاقتراض بمخاطر الأعمال، ويمكن أن نذكر على سبيل المثال دراسة "بريجهام" (Brigham) التي كشفت عن انخفاض نسبة الاقتراض بزيادة مخاطر الأعمال. وقد علّل ذلك بأنّ ارتفاع مخاطر الأعمال ينجم عن زيادة درجة التقلب في الدخل، الشيء الذي يحدّ من قدرة المؤسسة على خدمة الديون(xxxvi).وقد أسفرت دراسة "هندي" عن نتائج مؤداها تجاهل مخاطر الأعمال لأنّها لا تلعب دورا جوهريا في تحديد نسبة الاقتراض بالهيكل المالي(xxxvii).

غير أنّ دراسة "محمد عرب" أشارت إلى وجود علاقة طردية بين مخاطر الأعمال ونسبة الاقتراض(xxxviii).

10-درجة تذبذب المبيعات: كشفت دراسة "تتمان وويسلز" (Titman & Wessels) عن وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين درجة التقلب في المبيعات ونسبة الاقتراض بالهيكل المالي، حيث أنّه كلّما اتسمت مبيعات المؤسسة بالاستقرار، كلّما حفزّها ذلك على الاعتماد أكثر على القروض نظرا لقدرتها على الوفاء بالتزاماتها(xxxix).في حين كشفت دراسة "هندي" عن عدم وجود علاقة بين درجة التقلب في المبيعات ونسبة الاقتراض(xl). وهو ما أيده "هندي وحنفي" في دراسة لاحقة(xli).

ويمكن أن نضيف بعض العوامل التي تساهم في الاختيار بين مصادر التمويل المختلفة كمرونة مصادر التمويل والتوقيت السليم لاتخاذ قرارات التمويل والاقتراض الأنسب خلال الدورات التجارية[xlii].

ممّا سبق، نستطيع أن نقول أن معظم الباحثين يتفقون على زيادة الديون مع الأصول الثابتة، حجم المؤسسة. ومن جهة أخرى على انخفاض الديون مع الوفورات الضريبية البديلة، المر دودية.

خاتمة:

إنّ التوليف الأمثل لقرارات الاستثمار والتمويل وتوزيع الأرباح يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة. ويخضع قرار التمويل لمجموعة من المتعاملين الاقتصاديين الذين يؤثرون بسلوكياتهم في تحديد الهيكل التمويلي المناسب الذي يوازن بين العائد والمخاطرة.

وحسب الدارسات التي تمّ استعراضها، فإنّ هناك العديد من المتغيرات التي يجب أن نأخذها في الاعتبار عند دراسة الهيكل المالي. وتتمثل هذه المتغيرات أساسا في: تكلفة الاقتراض المر دودية، هيكل الأصول، نوعية الصناعة، ، معدل النمو، الوفورات الضريبية البديلة، مخاطر الأعمال، درجة التقلب في المبيعات.

وبما أن أفضل استخدام للأموال من أنسب المصادر التمويلية، يحقق أكبر عائد للمؤسسة، فإنّه على هذه الأخيرة أن تأخذ في الحسبان كل العوامل الداخلية والخارجية، والمتمثلة أساسا في بيئة المؤسسة، الوضع الاقتصادي للبلد، والقطاع الذي تنتمي إليه النظام الجبائي وتطور السوق المالي.

ممّا سبق يتبين الاختلاف في نتائج الدراسات ، هذا الاختلاف يمكن مردّه إلى اختلاف الفترة الزمنية التي أجريت فيها تلك الدراسات أو إلى اختلاف عينات الدراسة في حدّ ذاتها، أو إلى استخدام أدوات مختلفة للقياس و هذا أيضا يجب أن يؤخذ بعين الاعتبار

الهوامش حسب تسلسلها:

[i]–R. A. LAMONTAGNE, J. GUILLAUME, La fonction finance, Chenelière/ MC Gra w- Hill, 2ed, Montréal, Toronto, 1997, PP.7-8.

[ii]-م. ع. إسماعيل، "أثر التمويل عن طريق الديون على اختلال هيكل التمويل في شركات الأعمال"، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ع31، 1984، ص ص.19-20.

[iii]–P. CONSO, F.HEMICI, Op.Cit, P417.

[iv]-L.CHANDLER, The monetary financial system, (N.Y, Heaper and Row, Co, 1979), P.49.

[v]-R.A.TAGGART, Op.Cit, P.40.

[vi]-م. ص. هندي، "محددات الهيكل المالي لعينة من الشركات الصناعية"، المؤتمر الدولي الثاني عشر للإحصاء والحسابات العلمية والبحوث الاجتماعية والسكانية، جامعة عين شمس، 1987، ص.278.

[vii]-م. ص. هندي، ع. حنفي، "تقييم قرارات تصويب هيكل رأس المال لعينة من الشركات الصناعية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، ع1، جامعة الإسكندرية، 1988، ص.229.

[viii]-م.إ. تركي، مرجع سابق، ص193.

[ix]- S.MYERS, &N. MAJLUF, « Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have », Journal of Financial Economics, June, 1984, pp.187-221.

[x]-S.TITMAN & R.WESSELS, « The determinants of capital structure choice », Journal of Finance, 43, March, 1988, P.8.

[xi]-P.MARSH, « The choice between equity and debt », Journal of Finance, 37, March, 1982, P.142.

[xii]-م. ص. هندي، "محددات الهيكل المالي لعينة من الشركات الصناعية"، مرجع سابق، ص.280.

[xiii]- ع. م. عبد الرحمن، "بعض محددات الربحية لشركات الغزل والنسيج في القطاع العام لجمهورية مصر العربية"، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، جامعة حلوان، ع1، 1988، ص.167.

[xiv]- ع. باشيخ وآخرون، "الخصائص العامة لهيكل التمويل للمؤسسات السعودية غير المساهمة"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، ع1، ص1991، ص.347.

[xv]-أ. م. قادوس، خ. ع. محسب، "دراسة تحليلية لربحية شركات القطاع العام للغزل والنسيج والملابس الجاهزة"، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، جامعة حلوان، ع3، 1988، ص.175.

[xvi] —م. إ. هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سابق، ص.166.

[xvii]-P.MARSH, Op Cit, P.142.

[xviii]-S. TITMAN & R.WESSELS, Op Cit, PP.1-19.

[xix]-منير صالح هندي، عبد الغفار حنفي، تقييم قرارات تصويب هيكل رأس المال لعينة من الشركات الصناعية، مرجع سابق، ص228.

[xx]-R.POMFERT & D.SHAPIRO, « Firms Size: Diversification and profitability of large corporation in Canada, Journal of Economics Studies, 7 Feb, 1980, P155.

[xxi]-م. ص. هندي، عبد الغفار حنفي، محددات الهيكل المالي لعينة من الشركات الصناعية، مرجع سابق، ص. 278.

[xxii]-M.FERRI &, W. JONES, « Determinates of financial structure: a new methodological approach », Journal of Finance, 34, June, 1979, P.634.

[xxiii]-P.MARSH, Op Cit, P141.

[xxiv]-I. LATROUSS, Op Cit, P.38.

[xxv]-م. ص. هندي، محددات الهيكل المالي لعينة من الشركات الصناعية، مرجع سابق، ص.280.

[xxvi]-M. DUBOIS, « Les déterminants du niveau d'endettement des entreprises : Les théories à l'épreuve des faits », Economie Sociale, N°6, 1987, P.13.

[xxvii]-M.FERRI& W.JONES, OP.Cit, P.643.

[xxviii]-م. ص.هندي، محددات الهيكل المالي لعينة من الشركات الصناعية، مرجع سابق، ص.279.

[xxix]-س.الهوا ري، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات، القاهرة، 1986، ص.403.

[xxx]-J –F. MALECOT, « Les déterminants du choix d'une structure financière des groupes industriels et commerciaux », Recherches en Finances du CEREG, Economica, Paris, 1994, PP.221-222.

[xxxi]-S.TITMAN & R.WESSELS, Op.Cit, P.18.

[xxxii]-م.ص. هندي، عبد الغفار حنفي، تقييم قرارات تصويب هيكل رأس المال لعينة من الشركات الصناعية، مرجع سابق، ص.226.

[xxxiii]-H.DE-ANGELO &R. MASULIS, Op Cit, P.25.

[xxxiv]-S.TITMAN & R.WESSELS, Op.Cit, P.17.

[xxxv]-M. BARDOS, « Le crédit plus cher pour les petites entreprises : le risque n'explique pas tout », Economie et Statistique, N°236, Octobre, 1990, P.51.

[xxxvi]-E.BRIGHAM, Op Cit, P.427.

[xxxvii]-م. ص.هندي، محددات الهيكل المالي لعينة من الشركات الصناعية، مرجع سابق، ص.278.

[xxxviii]-م. أ .عرب، "تقييم الهيكل التمويلي لهيئة قناة السويس: دراسة تحليلية ميدانية"، مجلة التجارة والتمويل، جامعة طنطا، ع1، 1984، ص.26.

[xxxix]-S.TITMAN & R.WESSELS, Op Cit, P.18.

[xl]-م. ص.هندي، المرجع السابق، ص.278.

[xli]-م. ص. هندي، عبد الغفار حنفي، تقييم قرارات تصويب هيكل رأس المال لعينة من الشركات الصناعية، مرجع سابق، ص.227.

[xlii] –ه. م. الزعبي، مرجع سابق، ص ص.115-124.